

Dirk Reidenbach

**Aktienanalysten und Ratingagenturen –
Wer überwacht die Überwacher?**



PETER LANG
INTERNATIONALER VERLAG DER WISSENSCHAFTEN

Aktienanalysten und Ratingagenturen – Wer überwacht die Überwacher?

Frankfurter wirtschaftsrechtliche Studien

Herausgegeben von
Theodor Baums, Andreas Cahn, Friedrich Kübler,
Hans-Joachim Mertens, Eckard Rehbinder
und Gunther Teubner

Band 79



PETER LANG

Frankfurt am Main · Berlin · Bern · Bruxelles · New York · Oxford · Wien

Dirk Reidenbach

Aktienanalysten
und Ratingagenturen –
Wer überwacht
die Überwacher?



PETER LANG

Europäischer Verlag der Wissenschaften

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek
Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische
Daten sind im Internet über <<http://dnb.ddb.de>> abrufbar.

Zugl.: Frankfurt (Main), Univ., Diss., 2006

Gedruckt auf alterungsbeständigem,
säurefreiem Papier.

D 30

ISSN 0723-0427

ISBN 3-631-55487-7 ISBN 978-3-653-01869-1 (eBook)

© Peter Lang GmbH

Europäischer Verlag der Wissenschaften

Frankfurt am Main 2006

Alle Rechte vorbehalten.

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich
geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des
Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages
unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für
Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die
Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Printed in Germany 1 2 3 4 5 7

www.peterlang.de

Vorwort

Das vorliegende Werk entstand als Dissertation während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Bankrecht des Fachbereichs Rechtswissenschaft der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main. Die wesentlichen Arbeiten an ihm waren bereits im Januar 2005 abgeschlossen. So weit als möglich habe ich die Ausführungen während des Promotionsverfahrens bis kurz vor Drucklegung an die sich im Kapitalmarktrecht häufig wandelnden Gegebenheiten angepaßt. Jedenfalls deutsche Rechtsprechung und deutsche juristische Literatur konnten bis Anfang 2006 berücksichtigt werden.

Ich bin vielen Personen zum Dank verpflichtet. Den meisten habe ich diesen bereits persönlich ausgerichtet. Sie mögen es mir nachsehen, daß in einem kurzen Vorwort nicht jeder namentlich erwähnt werden kann.

Großer Dank gebührt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Dr. h.c. Theodor Baums, für die weit über die Betreuung dieser Arbeit hinausgehende lehrreiche Ausbildung, die mir während meiner Arbeit am Institut zuteil wurde. Für das schnelle Erstellen des Zweitgutachtens danke ich Frau Prof. Dr. Brigitte Haar, LL.M., für die Übernahme des Vorsitzes der Prüfungskommission Herrn Prof. Dr. Helmut Kohl.

Neben anderen danke ich besonders Herrn Rechtsanwalt Mario Hecker für die sprachliche Durchsicht des Manuskripts. Meinen ehemaligen Kollegen bin ich für die stets kollegiale und freundschaftliche Zusammenarbeit dankbar.

Ganz besonderer Dank für das große Verständnis und die vielfältige Unterstützung schulde ich meiner Frau und meinen Eltern. Ihnen widme ich dieses Werk.

Frankfurt am Main, im März 2006

Dirk Reidenbach

Inhaltsübersicht

Vorwort	5
Abkürzungsverzeichnis	19
Einleitung	27
1. Kapitel : Informationsintermediäre des Kapitalmarktes	31
§ 1 Begriffsbestimmungen	31
A. Der Begriff des Intermediärs	31
B. Intermediäre des Kapitalmarktes	32
§ 2 Erfordernis von Informationsintermediären	33
A. Informationsbedarf vor Anlageentscheidung	34
B. Informationsbedarf nach Anlageentscheidung	40
C. Zwischenfazit.....	41
§ 3 Disintermediation und Reintermediation	42
§ 4 Fazit zu Informationsintermediären	46
2. Kapitel : Aktienanalysten	47
§ 1 Tätigkeitsfeld der Analysten	47
A. Verschiedene Formen der Analyse.....	47
B. Unterschiedliche Stellung der Analysten	52
C. Arbeitsweise der Analysten	54
§ 2 These der Managementkontrolle	59
A. Potentieller Nutzen der Analysten bei der Managementkontrolle	59
B. Managementkontrolle durch Verringern der Informationsasymmetrie ...	62
C. Theoretischer Einfluß auf Entscheidungen des Managements.....	64
D. Fazit und Ausblick: Möglichkeiten und Risiken der Kontrolle durch Analysten	65
§ 3 Rechtliche Relevanz der Arbeit von Analysten	66
A. US-amerikanisches Recht.....	66
B. Deutsches Recht.....	68
§ 4 Tatsächliche Relevanz der Arbeit von Analysten	73
A. Informationsgehalt der Research-Berichte.....	73
B. Neuemissionsstudie	77
C. Nutzen abhängig von der Unternehmensstruktur	78
§ 5 Versagen der Analysten	80
A. Ungenauigkeit der Vorhersagen.....	81
B. Verringerter Nutzen durch Auswahl der Unternehmen.....	92
C. Interessenkonflikte.....	95

D. Zusammenfassung der Gründe für ein „Versagen“ der Analysten	122
§ 6 Rahmenbedingungen zum Verhindern der aufgezeigten Mißstände	122
A. Kontrolle durch den Markt	123
B. Analystenspezifische Regeln	132
C. Unternehmensberichte bei Börsengängen und Empfehlungsverbot	152
D. Insiderrecht und selektive Weitergabe von Informationen	159
E. Strafrechtliche und ordnungsbehördliche Sanktionen allgemein	188
F. Zivilrechtliche Haftung	190
G. Maßnahmen der Analyseinstitute: Chinese Walls	258
§ 7 Fazit zur Rolle der Aktienanalysten	273
3. Kapitel : Ratingagenturen	275
§ 1 Tätigkeitsfeld der Ratingagenturen.....	275
A. Entstehungsgeschichte und institutionelle Struktur	275
B. Adressaten der Ratings	277
C. Verbreitung des Ratings	277
§ 2 Aussagegehalt der Ratings.....	278
A. Lang- und kurzfristige Ratings	280
B. Solicited und Unsolicited Ratings, Verfahren und verwendete Informationen	281
§ 3 These der Managementkontrolle	284
A. Managementkontrolle durch Verringern der Informationsasymmetrie	285
B. Theoretischer Einfluß auf Entscheidungen des Managements.....	287
C. Selbstverständnis der Ratingagenturen.....	289
§ 4 Rechtliche Relevanz von Ratings	291
A. USA	291
B. Deutschland	299
C. Zusammenfassung zur rechtlichen Bedeutung	313
§ 5 Tatsächliche Relevanz von Ratings	314
§ 6 Versagen der Ratingagenturen	323
A. Gravierende Fehlprognosen.....	324
B. Abhängigkeit von Unternehmensinformationen	325
C. Ratings and aktuelle Kreditwürdigkeit	326
D. Herdenverhalten.....	331
E. Überbewertung und Rating Shopping.....	332
F. Interessenkonflikte	334
G. Oligopolbildung, Barriers to Entry.....	338
H. Mißbrauch der Machtstellung.....	340
I. US-amerikanische Vorstellungen von Corporate Governance.....	342
J. Vermeintliche Fehler wegen fehlender Transparenz.....	343
K. Zusammenfassung der Gründe für ein vermeintliches Versagen	345
§ 7 Rahmenbedingungen zum Verhindern der möglichen Mißstände ...	346

A. Kontrolle durch den Markt	346
B. Staatliche Normen.....	348
C. Selbstregulierung	352
D. Zivilrechtliche Haftung	353
§ 8 Rechtspolitische Notwendigkeit weiterer Regulierung.....	374
A. Aktuelle Regulierungsdiskussion	375
B. Regulierung bei Inbezugnahme von Ratings.....	376
C. Art der Regulierung	377
§ 9 Fazit zu Ratingagenturen	382
4. Kapitel : Schlußfolgerungen.....	383
Anhang	395
Literatur und andere Publikationen	397

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	5
Abkürzungsverzeichnis	19
Einleitung	27
1. Kapitel : Informationsintermediäre des Kapitalmarktes	31
§ 1 Begriffsbestimmungen	31
A. Der Begriff des Intermediärs	31
B. Intermediäre des Kapitalmarktes	32
§ 2 Erfordernis von Informationsintermediären	33
A. Informationsbedarf vor Anlageentscheidung	34
I. Preisfindung	34
II. Anlageentscheidung	37
B. Informationsbedarf nach Anlageentscheidung	40
C. Zwischenfazit.....	41
§ 3 Disintermediation und Reintermediation	42
§ 4 Fazit zu Informationsintermediären	46
2. Kapitel : Aktienanalysten	47
§ 1 Tätigkeitsfeld der Analysten	47
A. Verschiedene Formen der Analyse.....	47
B. Unterschiedliche Stellung der Analysten	52
C. Arbeitsweise der Analysten	54
I. Verwendete Informationen.....	54
II. Unternehmenskontakte	55
III. Informationswege und Informationsempfänger	56
IV. Verwendete Symbole	57
V. Aussagegehalt der Analysen.....	58
§ 2 These der Managementkontrolle	59
A. Potentieller Nutzen der Analysten bei der Managementkontrolle	59
B. Managementkontrolle durch Verringern der Informationsasymmetrie ...	62
C. Theoretischer Einfluß auf Entscheidungen des Managements.....	64
D. Fazit und Ausblick: Möglichkeiten und Risiken der Kontrolle durch Analysten	65
§ 3 Rechtliche Relevanz der Arbeit von Analysten	66
A. US-amerikanisches Recht.....	66
I. Bedeutung für die Anlageberatung	66
II. Relevanz für institutionelle Investoren	67

B. Deutsches Recht.....	68
I. Bedeutung für die Anlageberatung	68
II. Relevanz für Einzelvermögensverwaltung und Kapitalanlagegesellschaften	70
III. Analystenkonferenzen erforderlich für Prime Standard.....	72
§ 4 Tatsächliche Relevanz der Arbeit von Analysten	73
A. Informationsgehalt der Research-Berichte.....	73
I. Relative Zielgenauigkeit der Analysen	74
II. Reaktionen der Börsenkurse	75
B. Neuemissionsstudie	77
C. Nutzen abhängig von der Unternehmensstruktur	78
§ 5 Versagen der Analysten	80
A. Ungenauigkeit der Vorhersagen.....	81
I. Gravierende Fehlprognosen und prozentuale Verteilung der Anlageempfehlungen.....	81
II. Abhängigkeit von verschiedenen Faktoren	82
III. Allgemeine Fehlerneigung	86
1. Herdenverhalten.....	87
2. Über- und Unterreaktionen auf neue Informationen	89
3. Sonstige Unzulänglichkeiten	91
B. Verringerter Nutzen durch Auswahl der Unternehmen.....	92
C. Interessenkonflikte.....	95
I. Interessenkonflikte und andere Erklärungsmöglichkeiten.....	95
1. Überoptimismus allgemein.....	96
2. Unterschiede zwischen abhängigen und unabhängigen Analysten.....	99
II. Kurzfristige Gewinnorientierung von Management und Analysten ..	103
1. Bilanzkosmetik	104
2. Führen von Analysten.....	105
3. Quartalsberichte.....	107
4. Kritische Erwägungen zur kurzfristigen Gewinnorientierung	109
III. Bezahlung der Analysen	111
1. Kommissionsprovisionen	111
2. Investment Banking	113
3. Unabhängige Institute.....	114
IV. Einflußnahmen	115
V. Weitere strukturelle und finanzielle Interessenkonflikte.....	117
D. Zusammenfassung der Gründe für ein „Versagen“ der Analysten	122
§ 6 Rahmenbedingungen zum Verhindern der aufgezeigten Mißstände	122
A. Kontrolle durch den Markt	123
I. Vertrauenskapital der Analysten	123
II. Reaktionen der Anleger	124
III. Analystenrankings	127

IV. Arbeitsmarkt und Entlohnung	130
V. Förderung von unabhängigen Analysten.....	131
VI. Ergebnis: Marktversagen.....	132
B. Analystenspezifische Regeln	132
I. Staatliche Normen	132
1. Rechtslage in den USA.....	133
2. Rechtslage in Deutschland.....	135
a) Entstehungsgeschichte	136
b) Personaler und sachlicher Anwendungsbereich	137
c) Pflichtenkatalog	140
II. Selbstregulierung durch Organisationen.....	142
1. US-amerikanische SROs: NYSE und NASD.....	143
2. Internationale Berufsverbände: CFA Institut und SIA	146
3. Selbstregulierung in Deutschland.....	147
III. Zusammenfassung, Rechtsvergleich und Notwendigkeit weiterer Regulierung.....	149
C. Unternehmensberichte bei Börsengängen und Empfehlungsverbot	152
I. US-amerikanische Rechtslage.....	152
II. Deutsche Rechtslage	155
III. Rechtspolitische Erwägungen	158
D. Insiderrecht und selektive Weitergabe von Informationen	159
I. Rechtslage nach US-amerikanischem Recht.....	161
1. Berichtspflichten der Gesellschaft.....	161
2. Insiderverstoß.....	161
3. Regulation Fair Disclosure	166
4. Scalping	169
5. Zusammenfassung	171
II. Rechtslage nach deutschem Recht.....	171
1. Ad hoc-Publizitätspflicht, selektive Weitergabe und Insiderrecht...	171
2. Mosaiktheorie	177
3. Aktienrechtliche Einschränkungen.....	179
4. Scalping	182
5. Eigenhandel der Analysten allgemein	186
III. Zusammenfassung und Rechtsvergleich	187
E. Strafrechtliche und ordnungsbehördliche Sanktionen allgemein	188
I. US-amerikanisches Recht	188
II. Deutsches Recht.....	189
F. Zivilrechtliche Haftung	190
I. Einleitung	190
II. Haftung gegenüber dem Emittenten	191
1. Haftung nach US-amerikanischem Recht.....	192
a) Vertragliche Ansprüche (Breach of Contract).....	192

b) Common Law	193
2. Haftung nach deutschem Recht	196
a) Vertragliche Ansprüche	196
b) Allgemeines Deliktsrecht	198
aa) Haftung wegen Kreditgefährdung.....	198
bb) Eingriff in den eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb.....	200
cc) Verletzung des allgemeinen Persönlichkeitsrechts.....	204
dd) Sonstige Delikte.....	206
c) Wettbewerbsrecht	206
3. Zusammenfassung und Wahrscheinlichkeit der Haftung.....	208
III. Haftung gegenüber dem Anleger.....	209
1. Haftung nach US-amerikanischem Recht.....	210
a) Primärmarkt	210
b) Sekundärmarkt.....	211
aa) Kauf von Publikationen	211
bb) Täuschung im Zusammenhang mit Kauf oder Verkauf von Wertpapieren.....	211
(1) Materielle Anspruchsvoraussetzungen und -hindernisse	212
(2) Prozessuale Hindernisse	221
(3) Zusammenfassung	222
cc) Common Law.....	222
dd) Verletzung der SRO-Regeln.....	225
c) Zusammenfassung	226
2. Zivilrechtliche Haftungsklagen durch Behörden.....	227
3. Haftung nach deutschem Recht	229
a) Primärmarkt	229
aa) Spezialgesetzliche Prospekthaftung.....	229
bb) Bürgerlichrechtliche Prospekthaftung.....	230
b) Sekundärmarkt.....	231
aa) Kauf von Publikationen	231
bb) Konstruktionen, die über die deliktische Haftung hinausgehen.....	234
(1) Vertrag mit Schutzwirkung	236
(2) Eigenhaftung des Dritten aus cic.....	238
cc) Deliktische Haftung	241
(1) Verletzung analytenspezifischer Regeln.....	241
(2) Marktmißbrauch	246
(3) Betrügerisches Verhalten	249
c) Haftungsfreizeichnung.....	251
4. Zusammenfassung: Wahrscheinlichkeit der Haftung im Rechtsvergleich.....	254
IV. Zusammenfassung und Ausblick	257
G. Maßnahmen der Analyseinstitute: Chinese Walls	258

I. Chinese Walls nach US-amerikanischem Recht	260
II. Grundstrukturen der Compliance nach deutschem Recht	261
III. Wirkung und Wirksamkeit von Vertraulichkeitsbereichen.....	262
1. Chinese Walls als Rechtfertigung oder Pflichtverletzung.....	263
a) Wissenszurechnung/-zusammenrechnung.....	263
aa) US-amerikanisches Recht	263
bb) Deutsches Recht	264
b) Pflichtenkollision.....	265
aa) US-amerikanisches Recht	265
bb) Deutsches Recht	266
2. Tatsächliche Wirksamkeit der Vertraulichkeitsbereiche.....	268
3. Besonderheiten des deutschen Universalbankensystems	271
IV. Zusammenfassung.....	272
§ 7 Fazit zur Rolle der Aktienanalysten.....	273
3. Kapitel : Ratingagenturen.....	275
§ 1 Tätigkeitsfeld der Ratingagenturen.....	275
A. Entstehungsgeschichte und institutionelle Struktur	275
B. Adressaten der Ratings	277
C. Verbreitung des Ratings	277
§ 2 Aussagegehalt der Ratings.....	278
A. Lang- und kurzfristige Ratings.....	280
B. Solicited und Unsolicited Ratings, Verfahren und verwendete Informationen	281
§ 3 These der Managementkontrolle.....	284
A. Managementkontrolle durch Verringern der Informationsasymmetrie	285
B. Theoretischer Einfluß auf Entscheidungen des Managements.....	287
C. Selbstverständnis der Ratingagenturen.....	289
§ 4 Rechtliche Relevanz von Ratings.....	291
A. USA	291
I. Regulatorische Inbezugnahme und NRSROs	291
1. Anlagevorschriften	292
2. Eigenkapitalvorschriften.....	294
3. Sonstige Inbezugnahme	294
II. Anlageberatung und Vermögensverwaltung	295
III. Aufnahme in Prospekt, Registration Statement und Current Report	297
IV. Vertragliche „Ratings Triggers“	297
B. Deutschland	299
I. Regulatorische Inbezugnahme	299
1. Anlagevorschriften	299
2. Lombardfähigkeit/Notenbankfähigkeit	300
3. Eigenkapitalvorschriften.....	301

a) Bisherige Rechtslage nach Basel I.....	301
b) Basel II.....	302
II. Anlageberatung	305
III. Kapitalanlagegesellschaften und Einzelvermögensverwaltung	307
IV. Aufnahme in Prospekte und Ad hoc Publizität	309
V. Ratings Triggers.....	312
C. Zusammenfassung zur rechtlichen Bedeutung	313
§ 5 Tatsächliche Relevanz von Ratings	314
I. Informationsgehalt von Ratings	314
II. Genauigkeit von Ratings.....	316
III. Auswirkungen auf die Kreditkosten und Nominalzinsen	317
IV. Auswirkungen auf den Anleihenkurs.....	319
V. Auswirkungen auf den Aktienkurs	320
§ 6 Versagen der Ratingagenturen	323
A. Gravierende Fehlprognosen.....	324
B. Abhängigkeit von Unternehmensinformationen	325
C. Ratings and aktuelle Kreditwürdigkeit	326
I. Unter- und Überreaktion auf neue Informationen.....	327
II. Zyklizität von Ratings?	329
D. Herdenverhalten.....	331
E. Überbewertung und Rating Shopping.....	332
F. Interessenkonflikte	334
I. Bezahlung und Eigenbestand der Agenturen und Analysten.....	335
II. Weitere Betätigungsfelder von Ratingagenturen.....	337
G. Oligopolbildung, Barriers to Entry.....	338
H. Mißbrauch der Machtstellung.....	340
I. US-amerikanische Vorstellungen von Corporate Governance.....	342
J. Vermeintliche Fehler wegen fehlender Transparenz.....	343
K. Zusammenfassung der Gründe für ein vermeintliches Versagen	345
§ 7 Rahmenbedingungen zum Verhindern der möglichen Mißstände ...	346
A. Kontrolle durch den Markt	346
B. Staatliche Normen.....	348
I. Ratingagenturen adressierende Normen	348
1. USA	348
2. Deutschland	349
II. Insiderhandelsverbot und selektive Weitergabe von Informationen ...	350
1. USA	351
2. Deutschland	351
C. Selbstregulierung	352
D. Zivilrechtliche Haftung	353
I. Haftung gegenüber dem Emittenten.....	353
1. Haftung nach US-amerikanischem Recht.....	353

a) Auftragsrating	353
b) Auftragsloses Rating	353
2. Haftung nach deutschem Recht	354
a) Auftragsrating	354
b) Auftragsloses Rating	356
aa) Allgemeines Deliktsrecht	356
bb) § 3 UWG	357
cc) Kartellrecht	359
(1) Deutsches Kartellrecht	361
(2) Europäisches Kartellrecht	362
3. Zusammenfassung	363
II. Haftung gegenüber dem Anleger	364
1. Haftung nach US-amerikanischem Recht	364
a) Primärmarkt	364
b) Sekundärmarkt	364
2. Haftung nach deutschem Recht	367
a) Primärmarkt	367
b) Sekundärmarkt	367
aa) Vertragliche Haftung	367
bb) Vertrag mit Schutzwirkung und Haftung Dritter aus cic	370
cc) Deliktische Haftung	372
3. Zusammenfassung	373
III. Exkurs: Kartellrechtliche Haftung gegenüber anderen Ratingagenturen	373
IV. Zusammenfassung	374
§ 8 Rechtspolitische Notwendigkeit weiterer Regulierung	374
A. Aktuelle Regulierungsdiskussion	375
B. Regulierung bei Inbezugnahme von Ratings	376
C. Art der Regulierung	377
§ 9 Fazit zu Ratingagenturen	382
4. Kapitel : Schlußfolgerungen	383
Anhang	395
Literatur und andere Publikationen	397

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Ansicht
ABA	American Bar Association
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
Acc. & Bus. Res.	Accounting and Business Research
Acc. Rev.	Accounting Review
a.F.	alte Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft/Amtsgericht
AIMR	Association for Investment Management and Research
AJS	American Journal of Sociology
AktG	Aktiengesetz
ALI	American Law Institute
Am. Bankr. Inst. J.	American Bankruptcy Institute Journal
Amer. Econ. Rev.	American Economic Review
Ariz. St. L.J.	Arizona State Law Journal
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Bank	Die Bank
BAKred	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BB	Betriebs-Berater
BBankG	Bundesbankgesetz
Begr.	Begründung
Beschl.	Beschluß
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BIS	Bank for International Settlements
B.J.I.B. & F.L.	Butterworths Journal of International Banking & Financial Law
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörsG	Börsengesetz
BörsO	Börsenordnung

BörsZulV	Börsenzulassungs-Verordnung
BR	Bundesrat
BT	Bundestag
Bus. Law.	Business Lawyer
BuW	Betrieb und Wirtschaft
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
CEBS	Committee of European Banking Supervisors (deutscher Name: Ausschuß der europäischen Bankaufsichtsbehörden)
CEO	Chief Executive Officer
CESR	Committee of European Securities Regulators (deutscher Name: Ausschuß der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden)
CFA	Chartered Financial Analyst
CFO	Chief Financial Officer
C.F.R.	Code of Federal Regulations
cic	culpa in contrahendo
Co. Law.	Company Lawyer
Colum. Bus. L. Rev.	Columbia Business Law Review
Colum. Law. Rev.	Columbia Law Review
Contemp. Acc. Res.	Contemporary Accounting Research
Cornell L. Rev.	Cornell Law Review
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DB	Der Betrieb
DePaul Bus. L.J.	DePaul Business Law Journal
ders.	derselbe
dies.	dieselbe(n)
DJT	Deutscher Juristentag
Drucks.	Drucksache
Duke J. Comp. Int'l L.	Duke Journal of Comparative & International Law
Duke L.J.	Duke Law Journal
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
DZWir	Deutsche Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EFFAS	European Federation of Financial Analysts Societies
E.F.S.L.	European Financial Services Law
EG	Europäische Gemeinschaft(en)/EG Vertrag

EGBGB	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuch
ERISA	Employee Retirement Income Security Act
EuG	Gericht erster Instanz der Europäischen Gemeinschaften
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Gemeinschaften
et al.	et alii
Europ. Econ. Rev.	European Economic Review
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EZB	Europäische Zentralbank
f., ff.	folgende, fortfolgende
FAJ	Financial Analysts Journal
FAS	Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung
FASB	Financial Accounting Standards Board
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FB	Finanz Betrieb
Fed. Reserve Bull.	Federal Reserve Bulletin
Finan. Manage.	Financial Management
Finan. Markets, Inst. Instruments	Financial Markets, Institutions and Instruments
Finan. Rev.	Financial Review
FinAnV	Finanzanalyseverordnung
Fin. Serv. Rev.	Financial Services Review
Fn.	Fußnote
Fordham J. Corp. & Fin. L.	Fordham Journal of Corporate and Financial Law
FR	Federal Register
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GAIP	German Association of Investment Professionals
Geo. L.J.	Georgetown Law Journal
GLJ	German Law Journal
GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review
HGB	Handelsgesetzbuch
h.M.	herrschende Meinung
Hofstra L. Rev.	Hofstra Law Review
IAA	Investment Advisers Act 1940
IAS	International Accounting Standards

IFRS	International Financial Reporting Standards
I.J.R.L. & P.	International Journal of Regulatory Law & Practice
INF	Die Information für Steuerberater und Wirtschaftsprüfer
IsfA	Information Standard for Analysts/ Information System for Analysts
Int. J. Finance Econ.	International Journal of Finance and Economics
InvG	Investmentgesetz
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
Iowa L. Rev.	Iowa Law Review
IPO	Initial Public Offering
i.V.m.	in Verbindung mit
J. Acc. Econ.	Journal of Accounting and Economics
J. Acc. Publ. Pol.	Journal of Accounting and Public Policy
J. Acc. Res.	Journal of Accounting Research
JAL	Journal of Accounting Literature
J. Appl. Bus. Res.	Journal of Applied Business Research
J. Appl. Corp. Fin.	Journal of Applied Corporate Finance
J. Banking Finance	Journal of Banking & Finance
JBFA	Journal of Business Finance & Accounting
J. Bus.	Journal of Business
JCMC	Journal of Computer-Mediated Communication
J. Corp. Finan.	Journal of Corporate Finance
J. Corp. L.	Journal of Corporation Law
J. Econ. Bus.	Journal of Economics and Business
J. Econ. Perspect.	Journal of Economic Perspectives
J. Econ. Stud.	Journal of Economic Studies
J. Finance	Journal of Finance
J. Finan. Econ.	Journal of Financial Economics
J. Finan. Intermediation	Journal of Financial Intermediation
J. Finan. Quant. Anal.	Journal of Financial and Quantitative Analysis
J. Finan. Res.	Journal of Financial Research
JFSA	Journal of Financial Statement Analysis
JIBL	Journal of International Banking Law
JIFMA	Journal of International Financial Management and Accounting
J.L. Econ. & Org.	Journal of Law, Economics & Organization
J. Portfol. Manage.	Journal of Portfolio Management
J. Risk Ins.	Journal of Risk and Insurance
J. Roy. Statistical Society	Journal of the Royal Statistical Society, Series A

J. Small & Emerging Bus. L.	Journal of Small and Emerging Business Law
JuS	Juristische Schulung
JZ	Juristen-Zeitung
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
Kredit Kapital	Kredit und Kapital
KuMaKV	Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Kurs- und Marktpreismanipulation
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
La. L. Rev.	Louisiana Law Review
LG	Landgericht
Law & Pol'y Int'l Bus.	Law and Policy in International Business
Law & Soc. Inquiry	Law & Social Inquiry: Journal of the American Bar Foundation
LM	Nachschlagewerk des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen, herausgegeben von Lindenmaier und Möhring
M&A	Mergers and Acquisitions
MaKonV	Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Marktmanipulation (Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung)
Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
MMR	MultiMedia und Recht
m. Nw.	mit Nachweisen
m. w. Nw.	mit weiteren Nachweisen
NASD	National Association of Securities Dealers
N.C. Banking Inst.	North Carolina Banking Institute
n.F.	neue Fassung
N.I.L.Q.	Northern Ireland Legal Quarterly
NIRI	National Investor Relations Institute
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NJW-RR	NJW-Rechtsprechungs-Report Zivilrecht
N.L.J.	New Law Journal
NRSRO	Nationally Recognized Statistical Rating Organization
NSMIA	National Securities Markets Improvement Act
Nw.	Nachweise
Nw. U. L. R.	Northwestern University Law Review
N.Y. C.L.S. Gen. Bus.	New York State Consolidated Laws, General Business
N.Y.L.J.	New York Law Journal
NYSE	New York Stock Exchange
N.Y.U. L. Rev.	New York University Law Review

NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZZ	Neue Züricher Zeitung
ÖBA	Bank-Archiv, Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OLG	Oberlandesgericht
o.V.	ohne Verfasser
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
PLI/Corp	Practising Law Institute Corporate Law and Practice Course Handbook Series
pVV	positive Vertragsverletzung
Quart. J. Econ.	Quarterly Journal of Economics
Quart. Rev. Econ. Finance	Quarterly Review of Economics and Finance
RabelsZ	Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
RAND J. Econ.	RAND Journal of Economics
Reg. Begr.	Regierungsbegründung
RegE	Regierungsentwurf
Res. Rep.	Research Reports
Rest.	Restatement
Rev. Econ. Stud.	Review of Economic Studies
Rev. Finan. Stud.	Review of Financial Studies
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft
Rn.	Randnummer
S.	Seite
s.	Section
SA	Securities Act 1933
San Diego L. Rev.	San Diego Law Review
Santa Clara L. Rev.	Santa Clara Law Review
sbr	Schmalenbachs Business Review
SEC	Securities and Exchange Commission
SEA	Securities Exchange Act 1934
Seton Hall Legis. J.	Seton Hall Legislative Journal
SFAC	Statements of Financial Accounting Concepts
SMU L. Rev.	Southern Methodist University Law Review
SOA	Sarbanes-Oxley Act
S&P	Standard & Poor's
Stan. J.L. Bus. & Fin.	Stanford Journal of Law, Business & Finance
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review
StB	Der Steuerberater
St. John's L. Rev.	Saint John's Law Review

TDG	Gesetz über die Nutzung von Telediensten
Tex. L. Rev.	Texas Law Review
TIAA-CREF	Teachers Insurance and Annuity Association- College Retirement Equities Fund
u.a.	Unter anderem/und andere
U.C. Davis L. Rev.	University of California Davis Law Review
UCLA L. Rev.	University of California, Los Angeles Law Re- view
U. Cin. L. Rev.	University of Cincinnati Law Review
U. Ill. L. Rev.	University of Illinois Law Review
UMKC L. Rev.	University of Missouri Kansas City Law Review
U. Pa. L. Rev.	University of Pennsylvania Law Review
Urt.	Urteil
U.S.C.	United States Code
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb vom/von
v.	
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Va. L. Rev.	Virginia Law Review
Vand. L. Rev.	Vanderbilt Law Review
VerkProspG	Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz
VersR	Versicherungsrecht
vgl.	vergleiche
Vill. L. Rev.	Villanova Law Review
Wash. & Lee L.Rev.	Washington and Lee Law Review
Wash. U. L.Q.	Washington University Law Quarterly
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, Wertpapiermitteilungen Teil IV
Wm. & Mary L. Rev.	William and Mary Law Review
w. Nw.	weitere Nachweise
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium
wistra	Zeitschrift für Wirtschaft, Steuer, Strafrecht
WISU	Das Wirtschaftsstudium
WPg	Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WuB	Wirtschafts- u Bankrecht
Yale L.J.	Yale Law Journal
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsförderung
zfbf	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirt- schaftliche Forschung
ZfgesK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen

ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- u Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft

Auf die Aufnahme der in US-amerikanischen Urteilszitaten gebräuchlichen Abkürzungen wurde verzichtet.

Einleitung

Die vorliegende Untersuchung läßt sich zumindest in ihrem Ausgangspunkt der Literatur aus dem Bereich Corporate Governance zuordnen, wenngleich aus einem für das deutsche juristische Schrifttum bislang eher seltenen Blickwinkel. Der Begriff Corporate Governance bezeichnet ein System, nach dem Gesellschaften gelenkt und überwacht werden¹. Die Notwendigkeit dieser Lenkung und Überwachung fußt auf der Erkenntnis, daß es vor allem in größeren Kapitalgesellschaften bei breiter Streuung der Anteile und dem daraus resultierendem Machtzuwachs beim Management² aufgrund der Trennung von Eigentum und Leitung des Unternehmens zu Interessenkonflikten kommen kann³. Solche Konflikte treten auf, wenn sich der Geschäftsleiter weniger dem Unternehmensinteresse verpflichtet sieht als dem eigenen Wohlergehen (bezeichnet als Principal-Agent Problem)⁴. Wie die gegenläufigen Interessen auf das Unternehmensbeziehungsweise Aktionärsinteresse ausgerichtet werden können, ist Gegenstand einer breiten Diskussion. Dem üblichen Verständnis der Corporate Governance entsprechend⁵ betrachtet diese Arbeit vornehmlich große kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaften. Bei diesen geht es sowohl um interne Vorkehrungen der Gesellschaften als auch um die Überwachung der Geschäftsleitung durch Marktkräfte⁶. Terminologisch kann man zwischen interner und externer Corporate Governance unterscheiden⁷. Die gebräuchlichen Anglizismen sind „Insider-Control“ und „Outsider-Control“. Im Zusammenhang mit der internen Corporate Governance, die nach deutschem Verständnis auch als die eigentliche, enge Form der Corporate Governance angesehen wird⁸, werden regelmäßig die Führungs- und Überwachungsstrukturen der Gesellschaft diskutiert, etwa im Kontext eines ein- oder zweigliedrigen Leitungsorgans⁹. Diese Diskussionsebene wird in der vorliegenden Arbeit jedoch fast vollständig ausgeblendet. Ihr Fokus liegt vielmehr auf der externen Corporate Governance. Traditionell wird hier vor allem der Markt für Unternehmenskontrolle¹⁰ genannt¹¹. Daneben gibt es noch eine Vielzahl weiterer Faktoren und Personen, die ebenfalls von außen auf die

¹ *Cadbury Report*, 2.5; *Hampel Report*, 1.15.

² *Berle/Means*, Corporation, S. 78ff.; Rock, AG 1995, 291.

³ *Berle/Means*, Corporation, S. 112ff.

⁴ Grundlegend *Jensen/Meckling*, 3(4) J. Finan. Econ. 305, 312ff. (1976); vgl. auch *Schwarz/Holland*, ZIP 2002, 1661, 1662.

⁵ *Peltzer*, in: Hommelhoff/Rowedder/Ulmer, Gedächtnisvorlesung, S. 49, 51.

⁶ *Baums*, Entwicklungen, S.1.

⁷ Vgl. *Hopt*, in: Hommelhoff/Rowedder, Gedächtnisvorlesung, S. 9ff.

⁸ *Peltzer*, in: Hommelhoff/Rowedder/Ulmer, Gedächtnisvorlesung, S. 49, 51.

⁹ *Hopt*, ZGR 2000, 779, 783; Teichmann, ZGR 2001, 645, 647.

¹⁰ Grundlegend *Manne*, 73(2) J. Pol. Econ. 110 (1965).

¹¹ *Escher-Weingart*, ZVglRWiss 2000, 387, 389; *Hopt*, ZGR 2000, 779, 787.

Unternehmensleitung Einfluß haben können, etwa Aktienoptionsprogramme für Manager¹², institutionelle Anleger¹³, Fremdkapitalgeber, Abschlußprüfer, die Wirtschaftspresse, Rechtsanwälte, der Arbeitsmarkt für Führungskräfte¹⁴, Wettbewerb auf dem Produktmarkt¹⁵ und vieles mehr. Manche dieser Faktoren, wie etwa die Wirtschaftsprüfer, mag man als Bindeglied zwischen interner und externen Corporate Governance ansehen¹⁶, was indes zu keinen wesentlich anderen Erkenntnissen führt.

Diese Arbeit betrachtet zwei dieser externen Kontrolleure, nämlich Aktienanalysten und Ratingagenturen. Beide machen auf den ersten Blick etwas Ähnliches, sie bewerten Finanztitel. Diese Gemeinsamkeit gibt Anlaß, sie parallel zu betrachten. Auf der anderen Seite bestehen auch große Unterschiede. Während die Aktienanalyse die den Eigentümer/Aktionär vorrangig interessierende Entwicklung des Aktienkurses und damit die Seite des Eigenkapitals betrachtet, bewerten Ratingagenturen die Risiken von Fremdkapital und nehmen daher die Sicht von Gläubigern des Unternehmens ein. Demnach mag man diese Arbeit in gewisser Weise als zweigeteilt ansehen. Während sich der die Aktienanalyse behandelnde Teil eher der Sicht des „Shareholder Value“ zurechnen läßt, spiegelt das Betrachten der Ratingagenturen eher einen Ausschnitt des „Stakeholder Value“ wider.

Daß auch Aktienanalysten und Ratingagenturen eine wichtige Rolle in der Corporate Governance spielen, wurde auch in Deutschland erkannt¹⁷, jedoch regelmäßig keiner weitergehenden Untersuchung unterzogen. Das wird in dieser Arbeit nachgeholt. Bei den diesbezüglichen Erwägungen muß man sich indes gewisser grundsätzlicher Einschränkungen bewußt sein. Unternehmenskontrolle kann nicht einzig durch Aktienanalyse und Rating erfolgen. Zum einen stellen diese beiden Marktteilnehmer nur einen Ausschnitt des weiten Spektrums der externen Faktoren dar, so daß ihnen nur eine komplementäre Rolle zukommen kann. Zum anderen muß man bedenken, daß Aktienanalyse und Rating mittlerweile zwar durchaus in großem Umfang in Deutschland praktiziert werden. Dennoch passen viele Aussagen, die nachfolgend getroffen werden, eher zu einem angelsächsischen Markt, in dem diese Institute ihre Wurzeln haben. Das liegt unter anderem allgemein darin begründet, daß Corporate Governance nach traditionell deutschem Verständnis stärker auf die interne Unternehmensverfassung gerichtet ist, während vor allem die USA und Großbritannien eine vom Kapitalmarkt praktizierte externe Unternehmenskontrolle leben¹⁸. Demnach wird

¹² Schwarz/Holland, ZIP 2002, 1661, 1664.

¹³ Hierzu Fraune, Einfluß; Götz, Managementkontrolle.

¹⁴ Fama, 88(2) J. Pol. Econ. 288, 292ff. (1988).

¹⁵ Gollnick, Beurteilung, S. 24ff.

¹⁶ Hopt, ZGR 2000, 779, 792ff.; Teichmann, ZGR 2001, 645, 648.

¹⁷ Etwa Peltzer, in: Hommelhoff/Rowedder/Ulmer, Gedächtnisvorlesung, S. 49, 57.

¹⁸ Schwarz/Holland, ZIP 2002, 1661, 1662.

man kritisch hinterfragen müssen, ob die gewonnenen Erkenntnisse stets für den deutschen Markt zutreffen. Den nachfolgenden Untersuchungen liegt deshalb für Aktienanalyse und Rating, wie allgemein für die externe, marktbezogene Corporate Governance¹⁹, die These einer die interne Governance ergänzenden Rolle zugrunde.

Über diese Einschränkungen hinaus muß bereits an dieser Stelle auf eine Problematik hingewiesen werden, die dazu geführt hat, daß der Schwerpunkt dieser Arbeit letztlich an anderer Stelle liegt, als bei klassischen Werken zur Unternehmenskontrolle. Diskutiert wird in jüngster Zeit weniger die Frage, wie Finanzintermediäre zur Kontrolle und Zügelung des Managements beitragen können. Vielmehr geht es in der Diskussion darum, wie sie selbst kontrolliert werden können. Schlagwortartig kann man dies als „Überwachung der Überwacher“ bezeichnen, mit den Worten des römischen Satirikers Juvenal (Satiren, VI, 347): *Sed quis custodiet ipsos custodes?* Besonders wegen aufgetretener Mißstände in den Vereinigten Staaten (Stichworte: Enron/WorldCom) ist das Vertrauen in Aktienanalysten und Ratingagenturen zurückgegangen. Es besteht die Sorge, daß solche Entwicklungen auch auf den europäischen und deutschen Markt übergreifen, wozu es in der Tat bereits gekommen ist (Stichwort: Parmalat). Ob vergleichbare Fälle ähnliche Ausmaße annehmen können, gehört eher in den Bereich der Spekulation als in den der faktenbasierten Vorhersage. Es ist allerdings möglich, die Parallelen und Unterschiede zwischen den Systemen und den rechtlichen Rahmenbedingungen zu analysieren und daraus Indizien für mögliche vergleichbare Entwicklungen zu gewinnen. Der Hauptteil dieser Arbeit ist daher den (potentiellen) Mißständen bei der Arbeit von Aktienanalysten und Ratingagenturen gewidmet.

Daß Aktienanalyse und Rating eine wichtige Rolle bei der Corporate Governance spielen können, wird sich schnell zeigen. Die Frage ist jedoch, ob ein solcher Einfluß positiv zu bewerten ist. Da diese beiden Marktakteure keine rechtlichen Mittel haben, Einfluß auf die Corporate Governance zu nehmen, geht es um die tatsächlichen Auswirkungen, die ihr Handeln auf die Unternehmensführung haben kann. Diese faktische Rolle wird wiederum vermittelt durch ihre rechtliche und tatsächliche Rolle auf den Kapitalmärkten. Um ein sinnvolles Element der Corporate Governance zu sein, ist es zwingend erforderlich, daß sie ihre Tätigkeit frei von irrationalem Verhalten ausüben. Andernfalls werden (potentielle) Mißstände bei der Unternehmensleitung nur durch (potentielle) Mißstände bei den Kontrolleuren ersetzt. Die Kontrolle der Kontrolleure rückt daher in das Zentrum der Diskussion.

Das wirtschaftswissenschaftliche Schrifttum hat sich mit Aktienanalysten und Ratingagenturen häufig auseinandergesetzt. Die dort gewonnenen Erkenntnisse

¹⁹ Für den Markt für Unternehmenskontrolle *Baums*, ZIP 1995, 11, 12 Fn. 10; *Teichmann*, ZGR 2001, 645, 679.

gilt es, interdisziplinär zu nutzen. Die US-amerikanische Rechtsprechung und rechtswissenschaftliche Literatur haben eine Reihe von Fragen diskutiert; hier lohnt es, die gewonnenen Ergebnisse auf ihre Übertragbarkeit auf deutsche Verhältnisse zu analysieren. Die deutsche rechtswissenschaftliche Diskussion hat im Ansatz einzelne Fragen betrachtet, indes bislang in einem nur sehr unvollständigen Bild. Insofern soll diese Lücke hier geschlossen und Untrennbares zusammen betrachtet werden. Dabei werden Detailfragen nicht um ihrer selbst willen beantwortet, sondern um ein abschließendes Gesamtbild aufzuzeigen.

Die Arbeit ist folgendermaßen aufgebaut: Zunächst wird im ersten Kapitel das theoretische Fundament der Finanzintermediation gelegt, auf dem sich Aktienanalysten und Ratingagenturen bewegen. Die Kapitel zwei und drei widmen sich dann eingehend Aktienanalysten und Ratingagenturen, wobei bezüglich letzterer auf die Ergebnisse des zweiten Kapitels verwiesen werden kann, soweit sich keine wesentlichen Unterschiede zwischen beiden Akteuren ergeben. Innerhalb eines jeden dieser beiden Kapitel ist der Aufbau ähnlich. Einleitend werden die Arbeitsweisen dieser Intermediäre aufgezeigt und theoretisch überlegt, wie sie Einfluß auf die Corporate Governance eines Unternehmens haben können. Sodann wird ihre rechtliche und tatsächliche Bedeutung für die Kapitalmärkte untersucht. Umfassend werden in der Folge aufgetretene und potentielle Mißstände beleuchtet und die Wirksamkeit bestehender Verhinderungsmechanismen hinterfragt. Hierbei wird das gesamte Spektrum der Regulierung in jedweder Form aufgefächert. Die Kapitel werden durch rechtspolitische Erwägungen abgeschlossen. Das abschließende vierte Kapitel ist der Zusammenfassung der gewonnenen Ergebnisse und Schlußfolgerungen gewidmet.

1. Kapitel : Informationsintermediäre des Kapitalmarktes

§ 1 Begriffsbestimmungen

In dieser Arbeit werden mit Aktienanalysten und Ratingagenturen zwei Kapitalmarktakteure betrachtet, die Informationen über Emittenten auf dem Markt anbieten. Sie haben Mittlerfunktion zwischen Emittenten und Anlegern und werden aus diesem Grund oft als Intermediäre bezeichnet. In verschiedenen Publikationen finden sich Begriffe, die ähnlich sind oder doch zumindest ähnliches bedeuten. So wird im angelsächsischen Raum oft von „information intermediaries“, also Informationsintermediären, gesprochen. An anderer Stelle findet man den Begriff des Finanzintermediärs. Gerade im Zusammenhang des Kapitalmarktrechts sprechen englischsprachige Publikationen auch von „gatekeepers“. Durch unterschiedliche Terminologie allein ändert sich natürlich nichts an der ökonomischen Funktion oder der juristischen Bewertung. Die Terminologie sagt aber durchaus einiges über Aufgaben und Funktionen der betreffenden Personen aus und ist als Grundverständnis hilfreich für weitere Betrachtungen. Deshalb wird in der Folge anhand der Begrifflichkeiten das Fundament für die weiteren Fragestellungen dieser Arbeit gelegt. Dieses besteht in der ökonomischen Funktion der Intermediäre für die Kapital- und Geldmärkte.

A. Der Begriff des Intermediärs

Der Begriff des Intermediärs ist nicht auf den Kontext des Kapitalmarktes beschränkt. Vielmehr kann man hierunter Mittler im weitesten Sinne verstehen, die zwischen Teilnehmern eines beliebigen Marktes stehen. Die von ihnen wahrgenommenen Aufgaben können indes verschieden sein. Zum einen können sie schlicht Angebot und Nachfrage koordinieren, indem sie eine Art Anlaufstelle für beide Marktseiten bieten. Als solche können sie entweder auf der Seite einer Partei stehen oder für beide tätig werden. Beispiel für ersteres wäre etwa der Vertragshändler, der Produkte des Herstellers anbietet. Ein Intermediär, der für beide Marktseiten tätig wird, kann etwa ein Makler sein, der Käufer und Verkäufer oder Mieter und Vermieter zusammenbringt, zumindest wenn er nicht ausschließlich für eine Partei tätig ist. Schließlich gibt es eine Vielzahl weiterer Marktakteure, die man als Intermediäre ansehen kann. So mag man etwa sämtliche Teilnehmer einer Distributionskette mit diesem Titel belegen. Neben dem Koordinieren von Angebot und Nachfrage können Intermediäre als Agenten weiterhin die Funktion haben, Transaktionen zwischen Anbieter und Nachfrager durch das Senken von Transaktionskosten effizienter zu gestalten²⁰. Wenn der Intermediär für seine Leistungen selbst eine Entlohnung verlangt, ist sein Han-

²⁰ Schoder/Müller, in: Engelhard/Sinz, Kooperation, S. 609.

deln für den Markt aber nur dann effizient, wenn die auf die Marktteilnehmer umgelegten Kosten der Intermediäre geringer sind als die durch den Intermediär bewirkte Kostenersparnis. Für die Absatzstrukturen des Handels haben beispielsweise Studien gezeigt, daß durch das Einschalten von Groß- und Einzelhändlern, die man auch zu den Intermediären zählen kann, in großem Umfang Kosten verursacht werden, die auf das Produkt umgelegt werden²¹. Schließlich können Dienstleister, die Informationen über bestimmte Produkte oder Anbieter auf den Markt bringen, ebenfalls zur Gruppe der Intermediäre gezählt werden. Diese Funktion ist wahrscheinlich die wichtigste Funktion der Intermediäre überhaupt. In diese Kategorie fallen Aktienanalysten und Ratingagenturen.

B. Intermediäre des Kapitalmarktes

Die Intermediäre des Kapitalmarkts werden, entsprechend ihren verschiedenen Funktionen, auch zu anderen begrifflichen Gruppen zusammengefaßt, wodurch die Aufgaben verdeutlicht werden, die sie auf dem Kapitalmarkt wahrnehmen. So bezeichnet man als Finanzintermediation die Teilnahme bestimmter Spezialisten (Finanzintermediäre) am Prozeß der Kapitalüberlassung von Kapitalgebern an Kapitalnehmer²². Zu diesen Intermediären zählt man vor allem Banken, Versicherungen, Pensionsfonds, Investment-Gesellschaften, Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Broker, Börsen, aber auch Analysten und Ratingagenturen²³.

Ein weiterer Begriff ist der des Gatekeeper²⁴. Hierunter versteht man solche Intermediäre, die gegenüber dem Anleger eine gewisse Verifizierungs-, Evaluierungs- und Zertifizierungsfunktion übernehmen²⁵. Sie nehmen Aufgaben wahr, die für den einzelnen Anleger zu teuer sind und füllen damit eine Lücke²⁶, die ohne sie vermutlich offen bliebe. Aktienanalysten und Ratingagenturen sind ebenfalls zu dieser Kategorie zu zählen²⁷. Die Gatekeepers sollen in der Lage sein, das Fehlverhalten einer Gesellschaft dadurch zu verhindern, daß sie dem „Übeltäter“ im Falle eines solchen Verhaltens die Zusammenarbeit verweigern. Der Gesellschaft soll es dadurch unmöglich werden, geplante Aktivitäten, Transaktionen, Geschäfte etc. durchzuführen²⁸. Wie sich später zeigen wird, trifft dies am deutlichsten für Ratingagenturen zu.

²¹ Vgl. *Sarkar/Butler/Steinfeld*, 1(3) JCMC 1995.

²² *Bank*, in: Gerke/Steiner, Handwörterbuch, S. 836.

²³ *Bank*, in: Gerke/Steiner, Handwörterbuch, S. 836; *Clark*, 94 Harv. L. Rev. 561, 565 (1981).

²⁴ Den Begriff prägte *Kraakman*, 93 Yale L.J. 857, 868 (1984).

²⁵ *Coffee*, 57 Bus. Law. 1403, 1405 (2002).

²⁶ *Partnoy*, 79 Wash. U. L.Q. 491, 498 (2001).

²⁷ *Coffee*, 103 Colum. L. Rev. 1293, 1296 (2003); *ders.*, Enron, S. 13; *Schwarcz*, 2002 U. Ill. L. Rev. 1, 8.

²⁸ *Coffee*, 103 Colum. L. Rev. 1293, 1297 (2003).

Der Begriff des Reputationsintermediärs (reputational intermediary) bezeichnet solche Kapitalmarktteilnehmer, die, zumindest in der Theorie, aus Sorge um ihre Reputation daran interessiert sind, sehr genaue Informationen an den Markt weiterzugeben. Reputationsintermediäre geben dem Anleger gerade durch ihren guten Ruf eine „Garantie“ dafür, daß es sich bei dem von ihnen geprüften Produkt um ein gutes handelt²⁹. Ein rational handelnder Intermediär setzt sein Reputationskapital in der Theorie nicht für lediglich einen einzigen Kunden aufs Spiel³⁰. Zu diesen Intermediären wird eine Reihe verschiedener Kapitalmarktakteure gezählt. Dies sind etwa „underwriters“, nach deutschem Recht und deutscher Terminologie Konsortialbanken beim Begleiten des Börsengangs und bei der Kontrolle des Prospekts³¹. Weiterhin kann man Abschlußprüfer³², Rechtsanwälte³³ und auch Aktienanalysten und Ratingagenturen nennen³⁴. Der Begriff des Reputationsintermediärs impliziert, daß genau dieses Vertrauenskapital auch erforderlich ist, damit der Intermediär seine Aufgaben wahrnehmen kann. Anleger investieren nur, wenn sie darauf vertrauen können, daß die Marktintermediäre sorgfältig und im Anlegerinteresse handeln³⁵. Bereits die Terminologie zeigt insofern, daß ein Hauptaugenmerk bei diesen Intermediären darauf gerichtet sein muß, daß mißbräuchliches oder anderes unprofessionelles Handeln das Vertrauen nicht beschädigt. Genau dies ist der Ansatz, den diese Arbeit verfolgt, indem mögliche Mißstände hinterfragt und Kontrollmechanismen überprüft werden.

§ 2 Erfordernis von Informationsintermediären

Anleger benötigen für eine rationale Anlageentscheidung Informationen über den jeweiligen Emittenten. Im Hinblick auf diesen Informationsbedarf kann man, auch wenn dies keine klare Trennlinie ist, zwei Zeitphasen unterscheiden. Die erste ist diejenige, in der der Anleger eine Entscheidung über die Investition treffen muß, es also um den (Erst-)Erwerb eines Wertpapiers geht. In der zweiten Periode hat der Investor bereits Wertpapiere erworben und benötigt Informationen über die Entwicklung seines Investments, um gegebenenfalls auf Veränderungen reagieren zu können. Zu allen diesen Zeitpunkten und Phasen können Intermediäre dem Anleger diese Informationen zur Verfügung stellen.

²⁹ *Gilson/Kraakman*, 70 Va. L. Rev. 549, 620 (1984).

³⁰ *Coffee*, 103 Colum. L. Rev. 1293, 1297f. (2003).

³¹ *Bainbridge*, 68 U. Cin. L. Rev. 1023, 1055 (2000); *Chemmanur/Fulghieri*, 49(1) J. Finance 57, 58f. (1994); *Choi*, 80 Tex. L. Rev. 1657, 1705 Fn. 334 (2002); *Daines*, 77 N.Y.U. L. Rev. 1559, 1591 Fn. 108 (2002).

³² *Klock*, 28 J. Corp. L. 69, 85 (2002).

³³ Vgl. *Fleischer*, in: Juristentag 2002, F 35.

³⁴ *Coffee*, Gatekeeper Failure, S. 11.

³⁵ *Merkt/Rosbach*, JuS 2003, 217, 222.

A. Informationsbedarf vor Anlageentscheidung

Intermediäre können einerseits dazu beitragen, daß der Kurs der Wertpapiere eines Emittenten alle Informationen über diesen beinhaltet und der Investor dadurch den „richtigen“ Preis zahlt. Andererseits können sie dem einzelnen Investor eine Hilfe bei seiner individuellen Anlageentscheidung sein.

I. Preisfindung

Ersteren Nutzen von Intermediären muß man jedoch auf Basis der neoklassischen Finanzierungstheorie³⁶ bezweifeln. Nach der „Efficient Capital Markets Hypothesis“ sind Wertpapiermärkte in der Form effizient, daß die Preise der Wertpapiere alle bewertungsrelevanten Informationen bereits beinhalten³⁷. Dies soll nach der früheren ökonomischen Lehre unter anderem daran liegen, daß professionelle Investoren Nachforschungen anstellen, um falsch bewertete Wertpapiere auszumachen³⁸. Wenn diese Informationen dann vollständig auf den Kapitalmarkt gelangen, können die einzelnen Investoren jedoch auch nicht über höherwertige Informationen verfügen als der gesamte Kapitalmarkt. Dies führt indes wieder zu dem Ausgangspunkt zurück, warum überhaupt Nachforschungen über bestimmte Papiere angestellt werden. Will man dieses Problem nicht-wissenschaftlich zusammenfassen, liegt der Vergleich mit der Frage nach der zeitlichen Priorität von Henne oder Ei nahe, wissenschaftlich kann man dies als Informationsparadoxon bezeichnen³⁹. Die Frage ist daher, ob es gerade die professionellen Kapitalmarktteilnehmer sind, die für Effizienz sorgen, oder ob ihre Tätigkeit nutzlos ist, da Effizienz ohnehin besteht. Nachfolgend wird die ökonomische Diskussion skizziert, wie sie geführt wurde und geführt wird. Um das Ergebnis schon vorwegzunehmen, wird man bei realistischer Sicht davon ausgehen müssen, daß es letztlich die professionellen Kapitalmarktakteure sind, die für Effizienz sorgen, der Prozeß also nicht vollständig autonom abläuft⁴⁰. Dennoch ist es für das Grundverständnis der Arbeit von Intermediären förderlich, die Kapitalmarkttheorien kurz zu betrachten.

Die ökonomische Theorie hat drei Bedingungen ausgemacht, bei deren Vorliegen man von Effizienz sprechen kann⁴¹. So muß es erstens eine große Zahl von Gewinnmaximierung anstrebenden Investoren geben, zweitens müssen Transaktionskosten unerheblich sein, und drittens müssen Investoren freien und gleichen Zugang zu relevanten Informationen haben⁴². Bereits diese Prämissen zei-

³⁶ Vgl. *Steiner/Heinke*, in: Büschgen/Everling, Handbuch Rating, S. 579, 583.

³⁷ *Gilson/Kraakman*, 70 Va. L. Rev. 549, 554 (1984).

³⁸ *Fama*, 25(2) J. Finance 383 (1970); *Jensen*, 42 J. Bus. 167 (1969).

³⁹ *Heinke*, Bonitätsrisiko, S. 167.

⁴⁰ So auch *Gordon/Kornhauser*, 60 N.Y.U. L.Rev. 761, 765 (1985).

⁴¹ *Fama*, 25(2) J. Finance 383, 387-388 (1970).

⁴² Zusammenfassend *Walker/Hatfield*, 5(1) Fin. Serv. Rev. 13, 15 (1996).

gen, daß es sich bei der Effizienz zunächst nur um ein Modell handelt, das nicht notwendig mit dem realen Markt übereinstimmt. Weiterhin muß man zwischen zwei Effizienzbegriffen unterscheiden. Von Informationseffizienz spricht man, wenn alle für den Wert eines Papiers relevanten neuen Informationen sofort auf den Markt gelangen und sich in den Kursen niederschlagen⁴³. Hingegen versteht man unter Fundamentaleffizienz, daß ein Kurs den inneren Wert⁴⁴ eines Unternehmens widerspiegelt⁴⁵. Wichtig ist in diesem Zusammenhang vor allem, daß sich die viel zitierte „Efficient Capital Markets Hypothesis“ einzig auf die Informationseffizienz bezieht⁴⁶. Diese Theorie hat zwei Aussagen. Die erste geht dahin, daß dem Markt sämtliche Informationen über ein Wertpapier zur Verfügung stehen. Die zweite Aussage ist, daß der Markt in der Lage ist, diese Informationen selbst in Kurse umzusetzen⁴⁷. Vor allem der letzte Aspekt hat den Schwerpunkt der ökonomischen Beachtung erfahren⁴⁸. Im System der Informationseffizienz ist es für Investoren unmöglich, neue Informationen zu besitzen, mit denen sie besser als der Markt sein können⁴⁹. Konsequenz wäre kein Investor in der Lage, andere Investoren zu übertreffen⁵⁰. Außer durch Zufall könnte in dieser Konstellation niemand Gewinne erzielen⁵¹. Allerdings wird diese Theorie in mehreren Abstufungen vertreten. Im wesentlichen können drei Hauptströmungen ausgemacht werden⁵². Nach dem schwächsten Modell der Effizienztheorie spiegeln gegenwärtige Kurse lediglich alle Informationen bezüglich vergangener Preisveränderungen wider⁵³ (schwache Informationseffizienz). Das strenge Modell hingegen geht davon aus, daß die Kurse alle vorhandenen Informationen, also sowohl öffentliche als auch nichtöffentliche, beinhalten⁵⁴. Herrschend ist das halb strenge Modell, nach dem die Kurse (nur) alle öffentlichen Informationen abbilden⁵⁵. Auch für Deutschland gibt es empirische Studien, die die Richtigkeit dieser letzteren Sichtweise zu belegen scheinen⁵⁶, wenngleich es

⁴³ Ayres, 77 Va. L. Rev. 945, 965 (1991).

⁴⁴ Der innere Wert einer Aktie wird als Ertragswert (Wert zukünftiger Erträge) oder als Substanzwert (Anteil der Aktie am tatsächlich vorhandenen Vermögen) ermittelt, *Gerke*, Börsen Lexikon, S. 855.

⁴⁵ Ayres, 77 Va. L. Rev. 945, 968f. (1991).

⁴⁶ Ayres, 77 Va. L. Rev. 945, 968 (1991).

⁴⁷ Stout, 87 Mich. L. Rev. 613, 642f. (1988).

⁴⁸ Vgl. *Fama*, 25(2) J. Finance 383 (1970).

⁴⁹ Ayres, 77 Va. L. Rev. 945, 965 (1991).

⁵⁰ *Gordon/Kornhauser*, 60 N.Y.U. L.Rev. 761, 786 (1985).

⁵¹ *Gordon/Kornhauser*, 60 N.Y.U. L.Rev. 761, 770 (1985).

⁵² Vgl. *Fama*, 25(2) J. Finance 383, 414 (1970).

⁵³ Vgl. *Choper/Coffee/Gilson*, Corporations, S. 193f.

⁵⁴ Vgl. *Brountas*, 92 Colum. L. Rev. 1517, 1535 (1992).

⁵⁵ Ayres, 77 Va. L. Rev. 945, 966 (1991); *Fama*, 25(2) J. Finance 383, 404-409 (1970); *Fischel*, 74 Cornell L. Rev. 907, 911 (1989).

⁵⁶ *R. Schmidt/May*, ZfB 1993, 61ff.

auch neuere Untersuchungen gibt, die darauf hindeuten, daß etwa Aktienmärkte möglicherweise noch nicht einmal schwach informationseffizient sind⁵⁷. Hier kann nicht näher auf die verschiedenen Tests zum Verifizieren der Modelle eingegangen werden. Es muß der Hinweis genügen, daß es eine Fülle von Untersuchungen gibt, die zu vollständig gegensätzlichen Ergebnissen kommen⁵⁸. Insbesondere in jüngerer Zeit werden in der ökonomischen Theorie verstärkt andere Modelle als diejenigen reiner Markteffizienz vertreten⁵⁹.

Aber selbst wenn man mit der noch überwiegenden Ansicht von einer halbstrengen Informationseffizienz ausgeht, ist die Arbeit der Intermediäre sinnvoll.

Es hat sich gezeigt, daß es bei einzelnen Finanztiteln immer wieder zu Anomalien und Ineffizienzen bei der Umsetzung der Informationen kommen kann. So scheinen etwa Aktienmärkte nicht stets in der Lage zu sein, neue Gewinninformationen schnell aufzunehmen, da es hier zu länger anhaltenden nachträglichen Preisveränderungen nach deren Bekanntwerden kommt⁶⁰. Noch deutlicher scheint dieser Effekt auf Märkten für Fremdkapitaltitel zu sein⁶¹. Da Informationseffizienz aber nur besteht, wenn neue Informationen auch schnell umgesetzt werden⁶², können Intermediäre durch das Verkürzen der Zeit zur Effizienz beitragen. Weiterhin können Intermediäre zum Aufdecken von Falschinformationen durch das Management sinnvoll sein. Nur bei strenger Kapitalmarkteffizienz hätte der Markt auch Informationen darüber, daß die durch das Management veröffentlichten Informationen falsch sind⁶³. Unter der herrschenden halbstrengen Variante hingegen sind diese nichtöffentlichen Informationen nicht bekannt. Der Grad der Informationseffizienz ist schließlich auch nicht für alle Emittenten und auf allen Märkten gleich groß. So deuten empirische Befunde beispielsweise darauf hin, daß die Kapitalmarkteffizienz für solche Gesellschaften größer ist, deren Aktien an der NYSE gehandelt werden, als für solche, deren Aktien nur geringem außerbörslichen Handel unterliegen⁶⁴. Auch mag man formulieren, daß bei Aktien mit hoher Marktkapitalisierung ein höherer Informationseffizienzgrad besteht als bei niedriger Marktkapitalisierung.

Aus diesen Gründen wird hier davon ausgegangen, daß es trotz grundsätzlich anerkannter Informationseffizienz einige Bereiche geben kann, in denen Informationsasymmetrien zwischen Management und Markt bestehen. Letztendlich löst sich die Frage nach Henne oder Ei auch insofern auf, als Intermediäre

⁵⁷ *Spremann*, Finanzanalyse, S. 447.

⁵⁸ Vgl. hierzu *Gordon/Kornhauser*, 60 N.Y.U. L.Rev. 761, 775-786, Appendix A (1985); die Argumente gegen die Theorie der Kapitalmarkteffizienz zusammenfassend *Langevoort*, *Animal Spirits*, 2002, S. 7ff.

⁵⁹ Vgl. *Gilson/Kraakman*, *Mechanisms*, 2003.

⁶⁰ Vgl. *Costantinou/Forbes/Skerratt*, 32(2) *Finan. Manage.* 93 (2003).

⁶¹ *Katz*, 29(2) *J. Finance*, 551, 558 (1974).

⁶² *Fischel*, 74 *Cornell L. Rev.* 907, 912 (1989).

⁶³ *Macey/Miller*, 42 *Stan. L. Rev.* 1059, 1078 (1990).

⁶⁴ *Barry*, 129 *U. Pa. L. Rev.* 1307, 1311 (1981).

durchaus bereits in der Theorie als Grundvoraussetzung für Informationseffizienz angesehen werden können. Die der „Efficient Capital Markets Hypothesis“ zugrunde liegende Prämisse ist nämlich, daß es eine große Zahl im Wettbewerb stehender rational handelnder Personen gibt⁶⁵. Rechnet man die Intermediäre zu dieser Gruppe von Personen hinzu, wird deutlich, daß ihr Handeln Voraussetzung für Effizienz ist.

II. Anlageentscheidung

Informationseffizienz bedeutet nicht, daß alle auf dem Kapitalmarkt vorhandenen Informationen auch jedem Investor präsent sind. Allein die Tatsache, daß der Preis die Informationen aufgenommen hat, heißt nicht, daß er sie auch dem Anleger vermittelt⁶⁶. Insofern liegt selbst bei bestehender Informationseffizienz unter den einzelnen Kapitalmarktteilnehmern keine homogene Informationsverteilung vor⁶⁷. In der Phase der Entscheidung über den Erwerb eines bestimmten Wertpapiers besteht für den Anleger das Risiko, daß er nicht alle Informationen über das Unternehmen hat und aus diesem Grund sein eigenes Risiko nicht vollständig einschätzen kann⁶⁸. Insofern gibt es im Verhältnis zwischen dem einzelnen Investor und dem Emittenten ein Problem der Informationsasymmetrie. Daß diese Asymmetrie bestehen kann, wurde in der Ökonomie indes erst relativ spät in den 1970er Jahren erkannt, nachdem die neoklassische Effizienztheorie diese Erwägungen ursprünglich unberücksichtigt gelassen hatte⁶⁹. Im Rahmen der neueren neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie⁷⁰ ist das Bestehen von Informationsasymmetrien hingegen anerkannt.

Hat nun ein Anleger keine hinreichenden Informationen über einen Emittenten und sind die Kosten für die Informationsbeschaffung prohibitiv hoch, mag er davon absehen, Wertpapiere dieses Emittenten zu kaufen. Besteht dieses Problem allgemein zwischen Emittenten und Anlegern, kann dies, zumindest in der Theorie und in der extremen Form, zu einem Marktversagen führen. So wird das Informationsgefälle zwischen Emittenten und Anlegern in der Ökonomie häufig als Beispiel für das Entstehen eines „market for lemons“⁷¹ bezeichnet⁷², das zur Negativauslese (adverse selection) führen kann. Ob es zu dieser extremen Form

⁶⁵ *Fama*, Random Walks, S. 3f. „An efficient market is defined as a market where there are large numbers of rational, profit-maximizers actively competing, with each trying to predict future market values of individual securities“.

⁶⁶ In diesem Sinne auch *Gordon/Kornhauser*, 60 N.Y.U. L.Rev. 761, 789 Fn. 70 (1985).

⁶⁷ *Bank*, in: Gerke/Steiner, Handwörterbuch, S. 836, 840.

⁶⁸ *Bank*, in: Gerke/Steiner, Handwörterbuch, S. 836, 840f.

⁶⁹ Vgl. *Kamp/Ricke*, BKR 2003, 527, 528.

⁷⁰ Vgl. *Steiner/Heinke*, in: Büschgen/Everling, Handbuch Rating, S. 579, 607.

⁷¹ Vgl. das Beispiel des Markts für Gebrauchtfahrzeuge bei *Akerlof*, 84(3) Quart. J. Econ. 485, 488f. (1970). Schlechte Autos werden in den USA als „lemons“ bezeichnet.

⁷² Vgl. *Black*, 55 Bus. Law. 1565, 1567 (2000); *Gillette*, 62 La. L. Rev. 1165, 1169 (2002).

auf Wertpapiermärkten kommen kann, soll hier nicht interessieren. Jedenfalls kann für den Emittenten die Gefahr bestehen, daß der potentielle Kapitalgeber seine wirkliche Qualität nicht erkennt und daher das Angebot unterbewertet. Wege, dieses Problem der Qualitätsunsicherheit (hidden information) zu überwinden, sind das „Signalling“ auf Seiten des Anbieters, mit dem er dem Markt die wahre Qualität seiner Leistungen vermittelt, und das „Screening“, bei dem der Nachfrager den Anbieter untersucht, um die Qualität herauszufinden⁷³. Intermediäre können diese beiden Wege beschreiten, indem sie einerseits dem Anbieter/Emittenten helfen, seine Informationen an den Markt weiterzugeben und andererseits durch die bei ihnen vorliegenden „economies of scale“ dazu beitragen, daß die auf Seiten der Nachfrager bestehenden Kosten für die Informationsbeschaffung, die andernfalls bei jedem potentiellen Investor aufs neue anfallen würden, durch das Bündeln der Informationen verringert werden⁷⁴. Gerade diese Kosten der Informationsbeschaffung werden von der These der Kapitalmarkteffizienz vernachlässigt, wenn sie vom sozusagen automatischen Vorhandensein der Informationen ausgeht⁷⁵. Geht man dagegen mit neueren Theorien der Informationseffizienz vom Vorliegen von Informationskosten aus, kann ein Intermediär zum Senken dieser Kosten beitragen, sogar wenn er bereits öffentlich bekannte Informationen verarbeitet⁷⁶. Intermediäre, die hochwertige Informationen auf den Markt bringen, können letztlich zur effizienten Allokation von Ressourcen beitragen⁷⁷.

Aber selbst wenn die Anleger auch ohne Intermediäre Kenntnis von allen Informationen über einen Emittenten hätten, könnte es zu unterschiedlichen Bewertungen von neuen Informationen durch die verschiedenen Anleger kommen, was das Umsetzen der Informationen in Kurse behindern und zu Ineffizienz führen könnte⁷⁸. Über diese Gefahr der Ineffizienzen hinaus gibt es unter den Anlegern große Unterschiede. Die Masse der Kleinanleger versteht oft unmittelbare Unternehmensinformationen nur bedingt. Hier können Intermediäre dazu beitragen, daß Informationen aufbereitet werden, damit sie verständlich und nutzbar sind⁷⁹. Wie sich zeigen wird, besteht der Vorteil der Bewertungen durch Aktienanalysten und vor allem Ratingagenturen gerade für Kleinanleger darin, daß In-

⁷³ *Kamp/Ricke*, BKR 2003, 527, 529.

⁷⁴ *Ramakrishnan/Thakor*, 51(3) J. Econ. Stud. 415, 416 (1984).

⁷⁵ Vgl. *Gordon/Kornhauser*, 60 N.Y.U. L.Rev. 761, 787 (1985).

⁷⁶ *Heinke*, Bonitätsrisiko, S. 181.

⁷⁷ Bezüglich gesamtgesellschaftlicher Wohlfahrt ist der Nutzen von Intermediären dagegen fraglich. Der -kostenverursachende- Einsatz von Intermediären (Wohlfahrtsverluste) verschiebt nach Ansicht mancher ohne gesamtgesellschaftliche Vorteile nur Gewinn und Verlust zwischen den Parteien. Vgl. hierzu *Hirshleifer*, 61(4) Amer. Econ. Rev. 561 (1971) (auf Basis streng effizienter Märkte) und *Coffee*, 70 Va. L. Rev. 717, 733f. (1984).

⁷⁸ *Fama*, 25(2) J. Finance 383, 388 (1970).

⁷⁹ *Löffler*, Finanzanalysten, S. 22.

formationen über einen Emittenten knapp und für jedermann verständlich zusammengefaßt werden.

Schließlich können Informationsintermediäre dazu beitragen, daß Anlageentscheidungen rationaler getroffen werden. Bereits früh wurde erkannt, daß Kurse nicht einzig durch Fundamentaldaten beeinflusst werden, sondern auch irrationales Verhalten der Anleger eine gewichtige Rolle spielen kann⁸⁰. Unterstellt man nicht, daß der Mensch als Wirtschaftssubjekt ein vollständig rational handelndes Wesen ist (*homo oeconomicus*), was allerdings zu den umstrittensten Grundsatzfragen der Wirtschaftswissenschaften überhaupt gehört⁸¹, muß man davon ausgehen, daß Marktakteure auf Informationen oft wegen unterschiedlicher Ursachen irrational reagieren können⁸². Die Gründe hierfür werden in Studien unter dem Begriff „Behavioral Finance“, der sich ins Deutsche etwa mit „verhaltenswissenschaftliche Kapitalmarktforschung“⁸³ übersetzen läßt, erforscht. Man kann diesen Ansatz gewissermaßen als Gegenkonzept zur dargestellten Theorie der Kapitalmarkteffizienz verstehen⁸⁴. Es dürfte heute in der modernen Wirtschaftswissenschaft anerkannt sein, daß sich zumindest nicht alle Kapitalmarktteilnehmer vollständig rational verhalten⁸⁵. Allerdings wird meist davon ausgegangen, daß dies durch genügend rational handelnde Arbitrageure kompensiert wird⁸⁶. Ob solch ein ausgleichender Effekt erzielt wird, soll hier nicht untersucht werden⁸⁷. Jedenfalls haben verschiedene Autoren das Phänomen des irrationalen Verhaltens durch „noise traders“ ausgemacht, die ihr Verhalten nicht an Fundamentaldaten ausrichten, sondern vor allem am Verhalten anderer Kapitalmarktteilnehmer⁸⁸. Manche führen dies auf ein Informationsdefizit einzelner Anleger zurück, die aus diesem Grund auf irrationale Faktoren reagieren⁸⁹. Diese noise traders bewirken daher mangelnde Informationseffizienz. Geht man nämlich davon aus, daß der Kurs eines Wertpapiers alle relevanten Informationen enthält, stimmt dies gerade für den Fall nicht, daß irrationale Elemente enthalten sind⁹⁰.

⁸⁰ Vgl. *Brountas*, 92 Colum. L. Rev. 1517, 1536 (1992); *Fischel*, 74 Cornell L. Rev. 907, 913 (1989).

⁸¹ Aus der jüngeren ökonomischen Literatur etwa *Hirshleifer*, 56(4) J. Finance 1533 (2001).

⁸² *Paredes*, 81 Wash. U. L.Q. 417, 455 mit Fn. 170 (2003) m. Nw.

⁸³ *Stotz/v. Nitzsch*, ZBB 2003, 106.

⁸⁴ Vgl. *Langevoort*, *Animal Spirits*, S. 6ff.

⁸⁵ Vgl. *Coffee*, *Gatekeeper Failure*, S. 33f. mit Hinweis auf die Nobelpreisträger Kahneman und Smith.

⁸⁶ Vgl. *De Bondt/Thaler*, 80(2) Papers and Proceedings) Amer. Econ. Rev. 52, 56 (1990).

⁸⁷ Zweifel wecken etwa Studien von *De Long/Shleifer/Summers/Waldmann*, 98(4) J. Polit. Economy 703 (1990); *Russell/Thaler*, 75(5) Amer. Econ. Rev. 1071, 1081 (1985).

⁸⁸ *Keynes*, *General Theory*, S. 155; vgl. auch *Ayres*, 77 Va. L. Rev. 945, 967 (1991); *Langevoort*, 140 U. Pa. L. Rev. 851, 866ff. (1992).

⁸⁹ Vgl. *Fischel*, 74 Cornell L. Rev. 907, 913 (1989).

⁹⁰ Vgl. *Grossman/Stiglitz*, 70(3) Amer. Econ. Rev. 393 (1980).

Intermediäre können zum einen dazu beitragen, daß Anlageentscheidungen auf einer breiteren Informationsbasis getroffen werden. Zudem besteht ein weiterer Nutzen. Selbst wenn uninformierte Anleger ihrem Urteil folgen, kann dies eine rationale Entscheidung sein, da Intermediäre Fachleute sein sollten, und ihr Urteil auf rationalen Kriterien zu beruhen hat. Folgen ihnen Anleger, so führt dies zumindest in der Theorie dazu, daß die grundsätzlich irrationale Entscheidung des Folgens anderer dadurch „rational“ wird, daß die Vorgaben des Führenden selbst rational sind. Voraussetzung für das Eintreten eines solchen Effekts ist aber natürlich, daß sich die Intermediäre ihrerseits rational verhalten und ihre Empfehlungen nicht durch andere Faktoren beeinflußt sind.

B. Informationsbedarf nach Anlageentscheidung

Während es dem Anleger vor der Anlageentscheidung darum ging, Informationen gerade für diese Entscheidung zu erhalten, möchte er nach dem Kauf wissen, wie sich seine Anlage entwickelt. Zwar ist der Anleger – abhängig davon, ob er dem Emittenten Eigen- oder Fremdkapital zugeführt hat – nun „wirtschaftlicher Miteigentümer“ oder Gläubiger des Emittenten. Dies führt indes nicht notwendig dazu, daß jede Informationsasymmetrie beseitigt ist. Vielmehr kann eine solche zwischen ihm und dem Management des Emittenten fortbestehen. Der Grund hierfür liegt in dem in der ökonomischen Literatur als Principal-Agent Konflikt bezeichneten Phänomen. Das ihm zugrundeliegende Verhältnis (Agency-Beziehung) entsteht mit der Beauftragung anderer Personen (Agenten), die Interessen des Prinzipals wahrzunehmen, wobei dem Agenten auch bestimmte Entscheidungskompetenzen übertragen werden⁹¹. Problematisch wird das Verhältnis, wenn die Interessen der Kapitalgeber als Prinzipale des Unternehmens und die Interessen der Manager, ihren Agenten, voneinander abzuweichen beginnen, weil zwischen diesen Gruppen zumindest keine vollständige Personenidentität herrscht. Für den Anleger besteht das Problem der Informationsasymmetrie dann darin, daß er das Verhalten des Managements nicht hinreichend kontrollieren kann, was in der anglistischen Terminologie als „hidden action“ oder „moral hazard“ Problem bekannt ist⁹². Da ein Agent niemals selbst den vollen Ertrag seines gewinnmaximierenden Verhaltens für das Unternehmen erzielt, kann für ihn der Anreiz groß sein, seine eigenen Interessen vor diejenigen des Prinzipals zu stellen⁹³. Außerdem muß der Agent nur einen Bruchteil der Kosten dafür tragen, daß er seine eigenen Interessen übergewichtet⁹⁴. Die aus diesem nicht-gewinnmaximierenden Verhalten resultierenden Kosten (Agency-Kosten) sind sowohl im Verhältnis zwischen dem Prinzipal – dem Eigenkapitalgeber –

⁹¹ Vgl. *Jensen/Meckling*, 3(4) J. Finan. Econ. 305, 308 (1976).

⁹² *Bank*, in: *Gerke/Steiner*, Handwörterbuch, S. 836, 840, 842.

⁹³ *Cheffins*, *Company Law*, S. 45; *Kamp/Ricke*, BK.R. 2003, 527, 530.

⁹⁴ *Jensen/Meckling*, 3(4) J. Finan. Econ. 305, 312 (1976).

und dem Agent als auch im Verhältnis zwischen Gläubiger und Schuldner bei der Hingabe von Fremdkapital zu beobachten. Insbesondere kann der Schuldner zu einem höheren Risikoeinsatz bereit sein, als dem Gläubiger recht ist⁹⁵. Höheres Risiko zahlt sich für den Kreditgeber insbesondere wegen der fixen Rückzahlungsverpflichtung nicht aus, so daß der Erfolg einzig dem Kreditnehmer zugute kommt. Das höhere Risiko hat daher für den Kreditgeber regelmäßig negative Folgen, da sich auch das Rückzahlungsrisiko erhöht (bezeichnet als „risk shifting“)⁹⁶. Diese Gefahr ist für Kreditgeber insbesondere dann groß, wenn die Eigenkapitalquote gering und daher das Risiko für die Eigenkapitalgeber relativ niedrig ist⁹⁷.

Aus dem Gesagten erschließt sich die Bedeutung, die Intermediäre für den Anleger bei der Kontrolle des Managements haben können: Sowohl Eigen- als auch Fremdkapitalgeber haben ein Interesse daran, die Agenten zu kontrollieren. Die Kontrolle der Manager durch Kapitalgeber selbst verursacht für die Kapitalgeber Kosten (monitoring costs)⁹⁸. Auch diese Kosten kann man zu den Agency-Kosten rechnen⁹⁹. Weiterhin besteht oft gar nicht die Möglichkeit effizienter Kontrolle durch den einzelnen Kapitalgeber. Intermediäre werden in diesem Zusammenhang als sinnvoll angesehen, weil die Kapitalgeber ihnen die Rolle als Überwachungsorgane übertragen können, die sie selbst nicht wahrnehmen können (delegated monitoring)¹⁰⁰. Auf diese Weise können die Kosten der Überwachung für den einzelnen verringert werden. Nicht übersehen darf man bei dieser Argumentation aber, daß auch das Beobachten durch Intermediäre Kosten verursacht. Die sich anschließende Frage wird daher sein, wer diese zu tragen hat, ob dies der Kapitalgeber selbst durch Zahlung an den Intermediär ist¹⁰¹, oder ob eine Finanzierung auf anderem Weg erfolgt.

C. Zwischenfazit

Die Frage des Nutzens von Intermediären auf effizienten Märkten ist seit langem ungelöst und wird womöglich niemals vollständig beantwortet werden. Die dieser Arbeit zugrunde gelegte Hypothese ist jedoch, daß Kapitalmärkte nicht vollständig informationseffizient sind, so daß es durchaus Möglichkeiten für Intermediäre gibt, neue Informationen auf den Markt zu bringen. Weiterhin können Intermediäre zum Verhindern irrationalen Verhaltens beitragen. Aus Sicht des Investors ergeben sich zwei verschiedene Zeitphasen, in denen Informati-

⁹⁵ Gerke, in: Gerke/Steiner, Handwörterbuch, S. 24, 31.

⁹⁶ Kamp/Ricke, BKR 2003, 527, 530.

⁹⁷ Gerke/Mager, in: Hommelhoff/Hopt/v. Werder, Handbuch, S. 549, 559.

⁹⁸ Gerke, in: Gerke/Steiner, Handwörterbuch, S. 24, 30.

⁹⁹ Cheffins, Company Law, S. 45.

¹⁰⁰ Diamond, 51(3) Rev. Econ. Stud. 393, 394f. (1984).

¹⁰¹ So das Modell von Diamond, 51(3) Rev. Econ. Stud. 393, 394 (1984).

onsintermediäre für ihn eine Rolle spielen: Die Phase vor und die Phase nach der Anlageentscheidung. Vor Anlageentscheidung geht es ihm um Informationen über den Emittenten, nach Anlageentscheidung unter anderem um die Überwachung (delegated monitoring) des Managements. Da Informationsintermediäre ihre Arbeit kontinuierlich und unabhängig vom individuellen Anleger vornehmen, vermischen sich die Effekte der Kapitalmarktinformation und der Überwachung letztlich.

§ 3 Disintermediation und Reintermediation

Bisher wurde stillschweigend unterstellt, daß die Dienste der Intermediäre von den Kapitalmarktteilnehmern auch tatsächlich nachgefragt werden. Diese Nachfrage, und vor allem durch wen sie erfolgt und wer für die Leistungen der einzelnen Intermediäre zahlt, wird sich später als zentrales Problem der Unabhängigkeit der Intermediäre – vor allem der Aktienanalysten – herausstellen. Die unterstellte Nachfrage nach den Diensten der Intermediäre wird durch das Phänomen der Disintermediation gemindert. Hierunter versteht man, abgesehen von dem meist anzutreffenden engen Verständnis, das sich nur auf das Verdrängen von Banken als Kapitalgeber beschränkt¹⁰², ganz allgemein den Vorgang, daß einzelne Intermediäre wegen bestimmter Entwicklungen überflüssig werden. Der Hauptgrund für diese Tendenzen wird, zumindest für den Fall der Informationsintermediäre, in der Fortentwicklung neuer Medien gesehen. Hierdurch werde dazu beigetragen, Intransparenzen gerade auf den Finanzmärkten zu verringern¹⁰³. Auch der Kostenfaktor spielt eine wichtige Rolle. Als ein Grund für die Existenz von Intermediären wurde oben angeführt, daß sie Kosten senken können, indem sie bestimmte Prozesse bündeln, die sonst von jedem Anleger aufs neue vorgenommen werden müßten. Allerdings verursachen Intermediäre auch ihrerseits Kosten, die der Vertriebskette hinzuzurechnen sind¹⁰⁴. Wegen schnellerer und günstigerer Informationswege ist es heute möglich, dem Markt bestimmte Dienstleistungen zu weit niedrigeren Preisen zur Verfügung zu stellen, als etwa vor dem Entstehen des Internet. Die Folge davon ist, daß der Markt den günstigsten Weg wählt und daher teure Intermediäre meidet. Als ein Beispiel hierfür kann die Einschätzung der SEC angeführt werden, daß die neuen Informationstechnologien den Bedarf an Leistungen von Analysten verringert haben, da Emittenten die Informationen heute einfacher und günstiger selbst an die Öffentlichkeit weitergeben können¹⁰⁵. Die leichte Abrufbarkeit von Informationen hat darüber hinaus für die Informationsintermediäre zu Trittbrett-

¹⁰² Vgl. *Büschgen*, Börsen-Lexikon, S. 397.

¹⁰³ *Schoder/Müller*, in: Engelhard/Sinz, Kooperation, S. 609, 611.

¹⁰⁴ *Wigand/Benjamin*, 1(3) JCMC 1995.

¹⁰⁵ SEC, 64 Fed. Reg. 72590, 72593 (28.12.1999).

fahrer-Problemen geführt, da andere Personen das öffentliche Gut¹⁰⁶ der Informationen ausnutzen können¹⁰⁷. Jeder Erwerber der Informationen kann sie leicht an andere weitergeben, ohne daß die Informationen für ihn selbst an Wert verlieren¹⁰⁸. Im Gegenteil können bestimmte Marktteilnehmer sogar Anreize haben, die Informationen an den gesamten Markt weiterzugeben. Ein institutioneller Investor etwa, der eine positive Vorhersage eines Aktienanalysten bevorzugt erhalten und zu einem günstigen Kurs Aktien erworben hat, wird ein Interesse daran haben, daß die Informationen (nach seinem Handel) an den Markt weitergegeben werden, damit viele Anleger diese Aktien kaufen und der Kurs steigt¹⁰⁹. Marktteilnehmer, die selbst bestimmte Leistungen nicht erbringen, können so auf die Leistungen von Konkurrenten zurückgreifen und ihren eigenen Kunden einen vergleichbaren Service zu weit geringeren Kosten anbieten. Durch die Verbreitung verlieren die bisher nichtöffentlichen Informationen für den ursprünglichen Anbieter schnell an Wert¹¹⁰. Dies mag den Anbieter dazu bewegen, keine Informationen mehr zu verbreiten. Wenn er dies dennoch tut, wird er sich Wege einfallen lassen müssen, wie er diesen Prozeß finanziert. Sind Informationen öffentlich verfügbar, werden sich nämlich nur wenige finden, die für diese bezahlen. In der ökonomischen Theorie wird dieses Phänomen als „Collective Action“ Problem bezeichnet¹¹¹. Dies ist, wie sich zeigen wird, ein Problem, das sowohl bei der Aktienanalyse als auch beim Rating auftritt.

Ein Beispiel für die Disintermediation von Informationsintermediären besteht in dem Phänomen, daß Anleger oft nicht mehr auf die Dienste von Full-Service Brokern zurückgreifen, sondern sich für ihre Transaktionen der Leistungen von Discount-Brokern bedienen¹¹². Besonders diese Entwicklung ist für die später¹¹³ relevante Frage der Finanzierung der Aktienanalyse von Bedeutung. Broker sind Agenten, die als Makler oder Kommissionäre im Wertpapierhandel Kauf- beziehungsweise Verkaufgelegenheiten vermitteln¹¹⁴. Das klassische Wertpapiergeschäft besteht aus den Leistungen Beratung, Handel und Depotgeschäft¹¹⁵. Als

¹⁰⁶ Von der Nutzung öffentliche Güter kann oder soll kein Individuum ausgeschlossen werden. Sie kann auch nicht von der Zahlung eines Entgelts abhängig gemacht werden. Der Nutzen des Guts ist unabhängig von der Zahl der Nutzer. Insofern weisen Informationen zumindest einige Merkmale eines öffentlichen Guts auf.

¹⁰⁷ *Barry*, 129 U. Pa. L. Rev. 1307, 1327 (1981); *Brountas*, 92 Colum. L. Rev. 1517, 1537 (1992); *Husisian*, 75 Cornell L. Rev. 411, 415 (1990).

¹⁰⁸ *Leland/Pyle*, 32(2) J. Finance 371, 383 (1977). Allerdings können exklusive Informationen durchaus einen größeren Wert haben als weit verbreitete.

¹⁰⁹ *Coffee*, 70 Va. L. Rev. 717, 726 (1984).

¹¹⁰ *Fisch/Sale*, 88 Iowa L. Rev. 1035, 1061 (2003).

¹¹¹ Vgl. *Schwarzc*, 2002 U. Ill. L. Rev. 1, 15.

¹¹² *Watson/Berthon/Pitt/Zinkhan*, *Electronic Commerce*, S. 7.

¹¹³ Vgl. unten 2. Kapitel § 5 C. III.

¹¹⁴ *Coy*, in: Gerke/Steiner, *Handwörterbuch*, S. 441.

¹¹⁵ *Siller*, *Discount-Broking*, S. 3.

Discount-Broker bezeichnet man Wertpapierhäuser, die bei den durch sie vermittelten Geschäften nur Abwicklungs- und Depotleistungen erbringen, hingegen keine Beratung bieten¹¹⁶. Charakteristisch sind für diese Dienstleister die wegen weit geringerer Provisionen niedrigeren Transaktionskosten¹¹⁷ sowie seit jüngerer Zeit das Abwickeln der Wertpapiergeschäfte über das Internet¹¹⁸. Entstanden sind die ersten Discount-Broker Mitte der 1970er Jahre in den USA¹¹⁹. Grund war das im Jahre 1975 in Section 6(e)(1) SEA eingeführte Verbot des Festsetzens von Provisionen durch die nationalen Börsen, wodurch Anbieter in einen Preiswettbewerb eintreten konnten. Seit Mitte der 1990er Jahre wird zudem das Internet für den Wertpapierhandel genutzt¹²⁰, so daß weitere Kosten eingespart werden konnten. Ein Bericht der OECD zeigt, daß die durchschnittlichen Kommissionsprovisionen in den USA in den 1990er Jahren wegen des Wettbewerbs durch Electronic Commerce Broker stark gesunken sind¹²¹. Nach Schätzungen werden heute rund 25 Prozent aller Wertpapiergeschäfte von Privatanlegern Online durchgeführt¹²². In Deutschland entwickelte sich der Geschäftszweig des Discount-Brokerage dagegen erst Mitte der 1990er Jahre¹²³. Die Zahl derer, die Wertpapierhandel über Online-Broker betreiben, steigt indes auch hier stetig¹²⁴. Wegen des Verzichts auf Beratungsleistungen beschäftigen Discount Broker keine Berater oder Aktienanalysten. Das Wertpapiergeschäft wird also ohne weitere Intermediäre durchgeführt¹²⁵.

Schließlich ist der Fall der Disintermediation zu nennen, der meist mit diesem Begriff assoziiert wird. Vor allem in den 1980er und 1990er Jahren erfolgte eine Verschiebung der Unternehmensfinanzierung durch Banken hin zur Kapitalaufnahme über den Kapitalmarkt¹²⁶. Nach ökonomischen Studien verursachen Banken als Intermediäre für die Unternehmensfinanzierung deutlich höhere Kosten als die Finanzierung über den Kapitalmarkt¹²⁷. Auch dies ist also ein Beispiel

¹¹⁶ Zum Umfang der für Discount Broker nach deutschem Recht dennoch bestehenden, zumindest gegenüber gut informierten und erfahrenen Anlegern aber reduzierten Informationspflichten vgl. BGHZ 142, 345ff. (Urt. v. 05.10.1999, XI ZR 296/98). Zu Beratungs- und Aufklärungspflichten bei Online-Brokerage nach US-amerikanischem Recht vgl. *Lotze*, Internet, S. 137ff.

¹¹⁷ *Büschgen*, Börsen-Lexikon, S. 396.

¹¹⁸ *K. M. Schmidt*, in: Gerke, Börsen Lexikon, S. 231, 232.

¹¹⁹ *Siller*, Discount-Broking, S. 4.

¹²⁰ *Lotze*, Internet, S. 132.

¹²¹ OECD, Impact, S. 68.

¹²² *Lotze*, Internet, S. 132.

¹²³ *K. M. Schmidt*, in: Gerke, Börsen Lexikon, S. 231f.

¹²⁴ *Lenenbach*, in: Leipold, Internet, S. 189.

¹²⁵ Zu gegenläufigen Tendenzen, nach denen Online-Broker wieder dazu übergehen, den Anlegern bestimmte Beratungsleistungen zur Verfügung zu stellen vgl. *Lotze*, Internet, S. 133.

¹²⁶ *Hakansson*, Bond Market, S. 11; *Sinclair*, 27 Policy Sciences 447, 448f. (1994).

¹²⁷ Vgl. *Sinclair*, 27 Policy Sciences 447, 451ff. (1994).

dafür, daß Intermediäre umgangen werden, die hohe Kosten auslösen. Dieser Trend ging und geht einher mit einer zunehmenden Verbriefung (securitization) von Forderungen¹²⁸. Auf der anderen Seite war zumindest bislang das deutsche Universalbankensystem am geringsten von diesen Auswirkungen der Disintermediation betroffen¹²⁹. Ob diese Aussage in der Zukunft richtig sein wird, bleibt abzuwarten.

Indes hat die Forschung nicht nur Tendenzen zur Disintermediation ausgemacht, sondern auch umgekehrte Prozesse, also eine steigende Nachfrage nach den Leistungen von Intermediären, bezeichnet als Reintermediation. Intermediäre, nach deren Leistungen eine verstärkte Nachfrage entstanden ist, sind etwa Ratingagenturen¹³⁰. Da verstärkt Fremdkapital über den Kapitalmarkt aufgenommen wird, wächst der Informationsbedarf der Anleger. Während sich für die eigentliche Vermittlungsfunktion eine sinkende Nachfrage feststellen läßt, zeichnet sich für die Informations-, Beratungs- und Schutzfunktion eine gegenläufige Entwicklung ab¹³¹. Vor allem das Überangebot an Informationen hat hierzu geführt¹³². Alleine über das Internet kann man zu einer Vielzahl von Informationen über Emittenten gelangen. Das Problem der Masse neuer Informationen besteht in der Selektion der wirklich wichtigen Bestandteile und der mangelhaften Überprüfbarkeit. Intermediäre können hier eine Filterfunktion übernehmen¹³³ und die neuen Informationen verifizieren¹³⁴. Die komplexer werdenden Strukturen und die wachsende Zahl von Informationen führt auch dazu, daß die Kosten für den einzelnen Anleger, der unter Berücksichtigung aller Aspekte eine Anlageentscheidung treffen will, steigen¹³⁵. Diese Entwicklung steht konträr zur oben dargestellten der gesunkenen direkten Transaktionskosten (Provisionen). Intermediäre können daher wieder zur Kostensenkung beitragen. Insofern gibt es Studien, die aus diesen und anderen Gründen zu dem Ergebnis kommen, daß es gar kein Phänomen der Disintermediation gibt, das auf dem Abbau von Transaktionskosten und Informationsasymmetrien beruht¹³⁶. Möglicherweise ist diese Tendenz vielmehr durch neuere Begründungsansätze für Intermediäre zu erklären, die weniger auf den Abbau von Informationsasymmetrien abstellen¹³⁷, worauf in diesem Rahmen indes nicht weiter eingegangen werden kann.

¹²⁸ *Büschgen*, in: *Büschgen/Richolt*, Handbuch, S. 1, 16f.

¹²⁹ *Sinclair*, in: *Cutler/Haufler/Porter*, Authority, S. 153, 154.

¹³⁰ *Sinclair*, in: *Cutler/Haufler/Porter*, Authority, S. 153, 155.

¹³¹ *Hopt*, ZGR 2000, 779, 797.

¹³² *Schoder/Müller*, in: *Engelhard/Sinz*, Kooperation, S. 609, 611.

¹³³ *Paredes*, 81 Wash. U. L.Q. 417, 452 (2003)

¹³⁴ *Schoder/Müller*, in: *Engelhard/Sinz*, Kooperation, S. 609, 611.

¹³⁵ *Siekmann/Solf*, Disintermediation, S. 5.

¹³⁶ *Schmidt/Hackethal/Tyrell*, 8 J. Finan. Intermediation 36, 62 (1999); *Siekmann/Solf*, Disintermediation, S. 6; im Zusammenhang mit der Tendenz zur Verbriefung *R. Schmidt/Hackethal/Tyrell*, ZfgesK 1998, 1371.

¹³⁷ Vgl. etwa *Allen/Santomero*, 25 J. Banking Finance 271 (2001).

Letztlich kann man festhalten, daß es sowohl Anzeichen für Dis- als auch für Reintermediation gibt¹³⁸. Die Rolle der Intermediäre hat sich jedoch teilweise verändert. Dieser Wandel hat auch zu einer veränderten Finanzierung bestimmter Intermediäre geführt. Dies wird sowohl im Rahmen der Aktienanalyse als auch beim Credit-Rating zu erörtern sein.

§ 4 Fazit zu Informationsintermediären

In diesem Kapitel wurde dargestellt, welche allgemeinen Funktionen und welchen Nutzen Informationsintermediäre haben können. Es hat sich gezeigt, daß diese Kapitalmarktakteure selbst bei angenommener Informationseffizienz sowohl für Emittenten als auch für Anleger eine wichtige Rolle spielen können, indem sie zum Abbau von Informationsasymmetrien beitragen. Dem Emittenten können sie bei der Kapitalmarktkommunikation („signalling“) helfen. Im Rahmen des „screening“ unterstützen sie den Anleger bei der optimalen Allokation von Ressourcen. Weiterhin können sie im Wege des „delegated monitoring“ dazu beitragen, daß zwischen den Interessen von Prinzipalen und Agenten beziehungsweise Gläubigern und Schuldnern keine zu große Diskrepanz besteht. Grundvoraussetzung hierfür ist indes, daß diese Intermediäre rational handeln. Eine mögliche Quelle für fehlende Rationalität wurde bereits angedeutet: das aus der Eigenschaft der Information als öffentliches Gut resultierende Finanzierungsproblem. Im Laufe der Arbeit wird sich eine Vielzahl weiterer Probleme zeigen. Vor diesem Hintergrund beleuchten die beiden folgenden Kapitel das Handeln und die Bedeutung von Aktienanalysten und Ratingagenturen und zeigen ihre Bedeutung im Rahmen der Managementkontrolle auf. Sie gehen weiterhin etwaigem irrationalem Verhalten auf den Grund und hinterfragen die Maßnahmen, die zum Sichern der Kapitalmarktfunktion dieser Intermediäre ergriffen wurden oder ergriffen werden sollten.

¹³⁸ OECD, *Impact*, S. 71.